

LA GOUVERNANCE ECONOMIQUE EN CRISE

PAR

Franck LIRZIN*

La crise financière de 2008 a surpris par son ampleur et son impact global. Elle est typique des transformations modernes du système financier : celui-là a permis un fort endettement des ménages américains et une dissémination de ces crédits sur tous les marchés. Le retournement du marché immobilier a entraîné avec lui celui des marchés financiers. La crise de 2008 est donc une crise de la finance moderne. Le rôle des Banques centrales et des institutions internationales, les liens entre les Etats et leur système financier ont été profondément transformés au cours de la gestion de la crise, si bien que nous assistons à l'émergence d'un nouveau système financier et d'une gouvernance économique globale.

LA REVOLUTION DE LA FINANCE MODERNE ET LES NOUVEAUX DEFIS DE LA GOUVERNANCE ECONOMIQUE

La crise des *subprimes* commencée en août 2007 n'était pas un hasard. Tant son origine que son ampleur sont les conséquences des transformations récentes du système financier. L'internationalisation et la complexification de ce dernier ont rendu le crédit abondant mais les économies plus interdépendantes et instables. La crise actuelle est caractéristique de ces transformations et, pour en comprendre la nature et les défis qu'elle pose aux institutions de gouvernance mondiale, il faut en comprendre les origines et remonter trois décennies plus tôt.

La dérégulation économique à l'origine de l'essor du système financier

On pourrait situer le début de la finance moderne en 1971, quand la convertibilité du dollar en or a été abandonnée. Le système économique mondial de Bretton Woods mis en place après la Seconde Guerre mondiale pour garantir la stabilité des échanges internationaux tombe alors en désuétude et est abandonné en 1976 par les Accords de la Jamaïque. En une décennie, on passe d'un système centré sur l'action des Etats et d'institutions internationales comme le FMI, garantissant des taux de change fixes et la stabilité des relations commerciales, à un autre, centré sur le marché, la flottabilité des taux et des outils de régulation plus diffus et hors du cadre des anciennes instances internationales. Tous les verrous mis en place après la guerre pour éviter une nouvelle crise de 1929 sautent un par un : fin des changes fixes en 1976, réforme et informatisation des marchés financiers à partir des années 1970¹, dérégulation du système bancaire au début des années 1980, refonte des statuts et indépendance des Banques centrales à la fin des années 1980, puis fin de la

* Economiste à l'Ecole polytechnique (France).

1 La première Bourse informatisée fut le NASDAQ en 1971. Les réformes ont eu lieu en France entre 1986 et 1989. Leur trait le plus visible fut l'introduction du CAC 40.

séparation des banques commerciales et d'affaires dans les années 1990. La finance moderne s'est développée – et épanouie – au fil de ces ruptures.

Jusqu'aux années 1970, le métier de banquier, relativement ennuyeux, se résumait à collecter l'épargne nationale pour la prêter aux consommateurs et aux industries. Tout a changé avec la libéralisation des taux : les marchés sont devenus l'élément central du système économique, redonnant aux financiers une seconde jeunesse. Alors que la désintermédiation et le décloisonnement des marchés auraient dû faire perdre aux banques leur hégémonie, celles-là ont su réagir pour s'adapter au nouveau système financier. Le décloisonnement des activités bancaires, l'internationalisation et d'incessantes fusions et acquisitions leur ont permis de diversifier leurs activités, à la fois sur les marchés et comme gestionnaire de fonds, et de bénéficier des nouvelles instabilités du marché pour créer des produits financiers dérivés et devenir des gestionnaires de risque. Ainsi, la dérégulation a favorisé l'émergence d'une aristocratie bancaire, dont les plus exposées au marché ont été les premières touchées par la crise. Seules les banques commerciales, pouvant s'appuyer sur une activité de dépôt classique, ont résisté jusqu'à présent.

Ce vaste remaniement du secteur financier a coïncidé avec le déclin de l'industrie héritée du XIX^e siècle et le déploiement de la révolution numérique. Le modèle d'économie fordiste a été remplacé par un autre, tourné vers l'innovation et plus souple². Il lui fallait un système financier adapté, capable de financer rapidement les projets économiques mais aussi de proposer des produits financiers de couverture pour se protéger des fluctuations incessantes des prix, des monnaies et des taux. Une entreprise devait pouvoir lever des fonds en Europe pour financer un projet aux Etats-Unis sans craindre une variation brusque des marchés ou des taux de change. L'internationalisation des marchés a ainsi permis de drainer l'épargne très importante des pays émergents, en particulier la Chine, pour financer une économie occidentale fragmentée et mouvante. Tout se passe aujourd'hui sur les marchés : on y place son épargne et on y emprunte. La titrisation, à l'origine de la crise, est un mécanisme financier permettant aux consommateurs d'emprunter directement sur les marchés pour financer leurs achats immobiliers. La finance moderne a été le support de la révolution informatique et numérique, mais elle a aussi favorisé l'expansion du crédit, la dématérialisation de l'économie et, *in fine*, la formation de bulles.

Prévention des risques systémiques et harmonisation des systèmes financiers comme nouveaux objectifs de la gouvernance économique

Ces transformations ont bouleversé les institutions de gouvernance économique³. Elles ont perdu le rôle central qu'elles jouaient jusque-là. Le FMI, par exemple, responsable de la stabilité des taux de change, n'a plus eu de raison d'être quand ils sont devenus flottants. De nouveaux risques sont cependant apparus : instabilité des marchés, nouveauté des produits financiers ou complexification des relations internationales, que les autorités publiques ont dû réguler. La régulation s'est développée là où l'autorégulation des marchés s'est révélée inadaptée. Aujourd'hui, l'institution régulatrice principale n'est pas le FMI mais le Forum de stabilité financière (FSF), qui regroupe et coordonne les différents régulateurs nationaux et supranationaux.

² Cf. Chiapello BOLTANSKI, *Le Nouvel Esprit du capitalisme*, Gallimard, 1999.

³ Cf. Philippe MOREAU DEFARGES, « G7-G8 et gouvernance économique mondiale », *Annuaire français de relations internationales*, vol. I, 2000.

Le bilan de ces transformations est cependant globalement positif, mais il reste entaché par la multiplication des crises⁴. Celles-là sont amplifiées par l'intrication des marchés : un battement d'aile de papillon sur un marché asiatique peut provoquer un tsunami en Europe. La complexité des marchés favorise la propagation des crises du niveau local au niveau mondial. L'éclatement de la bulle des *subprimes*, initialement un problème purement américain, a ainsi provoqué une récession mondiale. Ces crises récurrentes ont fait émerger l'idée que la stabilité des marchés financiers est un bien public global qui concerne l'ensemble des pays et doit être assurée à un niveau international⁵.

Les institutions de gouvernance économique ont évolué dans ce sens pour prendre en charge la responsabilité des risques ne pouvant être gérés par les acteurs financiers et menaçant l'ensemble du système financier, ce qu'on appelle les « risques systémiques ». La faillite d'une banque telle que Lehman Brothers peut entraîner avec elle l'ensemble du système financier, selon un effet domino, et c'est pour éviter ce scénario-catastrophe que les autorités publiques doivent intervenir rapidement. Les autorités publiques sont devenues garantes du système financier.

La gouvernance économique a également un autre visage, moins spectaculaire : la mise en place d'une régulation internationale *via* la standardisation des produits financiers, la création de marchés secondaires ou l'introduction de règles prudentielles. C'est en fait la principale activité des autorités publiques et elle répond à des besoins simples : l'actionnaire a besoin de connaître l'entreprise où il veut investir, le financier d'être sûr du produit qu'il achète, etc. La gouvernance harmonise les pratiques internationales, huile le système financier et lui donne ainsi sa légitimité. Garantir la confiance est essentiel dans un univers complètement virtuel, où le moindre doute peut conduire à une catastrophe : le manque de confiance entre les banques en septembre 2008 a conduit plusieurs d'entre elles à la faillite. La régulation garantit cette confiance et elle émane d'une demande des acteurs financiers. Les institutions de gouvernance ne sont que la garantie morale des accords de normalisation que les financiers passent entre eux.

En retour, les autorités publiques utilisent ces processus de normalisation pour leur donner une orientation en accord avec leurs propres intérêts. C'est le cas des accords de Bâle qui incitent les banques à avoir un niveau de fonds propres suffisant pour éviter les risques d'insolvabilité. Ces accords, préparés sous l'égide de la BIS, s'appliquent aujourd'hui avec succès à l'ensemble du système bancaire.

Le déclin des institutions internationales traditionnelles et le déploiement d'une gouvernance économique globale

Dans ce contexte, les institutions internationales ont connu un déclin relatif⁶. Elles ont dû réorienter leurs activités : le FMI et la Banque centrale conseillent et aident les pays émergents ou fragiles qui pourraient entrer en crise monétaire ; le BIS a su utiliser sa dimension internationale pour promouvoir des concertations entre acteurs financiers et

⁴ Cf. Conseil d'analyse stratégique, Robert BOYER / Mario DEHOVE / Dominique PLIHON, *Les Crises financières*, 2004, ou Olivier DAVANNE, *L'Instabilité du système financier international*, La Documentation française, Paris, 1998.

⁵ Cf. Joseph STIGLITZ, « Global public goods and global finance : does global governance ensure that the global public interest is served ? », in Jean-Philippe TOUFFUT (dir.), *Advancing Public Goods*, Paris, 2006, pp. 149-164.

⁶ Cf. Jean TIROLE, *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton University Press, 2002.

adopter les accords de Bâle. Toutefois, leur inaction pendant la crise des *subprimes* montre les limites de ces changements.

La libéralisation de l'économie a plutôt profité aux régulateurs. La nouvelle gouvernance économique a lieu dans tous les forums, clubs ou instances qui émaillent le réseau financier et permettent à ses acteurs de se réunir régulièrement et de coordonner leurs actions, à l'image du Forum de la stabilité financière qui, créé en 1999, a joué un rôle majeur dans la gestion de la crise des *subprimes*. Les Banques centrales, devenues indépendantes dans les années 1990, ont également acquis une place privilégiée dans ce réseau car elles possèdent une vue d'ensemble du système et ont les moyens d'y agir.

Les pays de l'Union européenne ont pleinement participé à ces évolutions, autant intérieurement avec l'intégration financière européenne, qu'internationalement. Les Etats membres ont tout d'abord consolidé leurs systèmes financiers nationaux, avant de s'engager dans une consolidation européenne. La monnaie commune de la zone euro et le processus de Lamfalussy⁷ contribuent à former un vaste marché financier au niveau européen, intégré et sans frontière. L'intégration réglementaire se heurte néanmoins aux logiques nationales qui ont longtemps prévalu : alors que les banques européennes sont de plus en plus transnationales, leur supervision reste nationale et les sauvetages récents de Dexia ou Fortis par plusieurs Etats membres relève davantage d'un accord interétatique que d'une logique européenne⁸. Les disparités restantes dans un environnement financier très intriqué fragilisent la régulation européenne et sa capacité à agir en cas de crise systémique. On voit aujourd'hui toute la difficulté que l'Union européenne a eu à adopter un plan de relance économique commun.

L'intégration a concentré l'attention de l'UE au cours des dernières décennies et la coordination internationale est parfois passée au second plan. L'UE, pourtant première puissance économique et possédant la majorité des votes dans les institutions internationales, n'a pas réussi à s'imposer au niveau international⁹. Elle a préféré agir dans les coulisses de la mondialisation, sous la forme d'une *soft power*, en promouvant l'harmonisation des normes comptables et financières ou en créant des forums de coordination. La crise des *subprimes* a contraint l'UE à intervenir au niveau international. D'une logique initialement fragmentée, elle a réussi à unifier son action. La crise est un test pour le système financier intégré qu'elle s'est donné.

LA GOUVERNANCE ECONOMIQUE FACE A LA CRISE DES SUBPRIMES

La finance moderne a deux caractéristiques : le crédit n'est plus contrôlé par les autorités publiques et il est rendu abondant par la globalisation. Cet excès de crédit permet à l'économie de se financer facilement, mais peut aussi provoquer des bulles comme celle des *subprimes*.

La gouvernance économique dans un contexte de « tempête parfaite »

⁷ Cf. Franck LIRZIN, « L'Union européenne face à la crise financière : quelles réponses ? », *Policy Paper* (Fondation Robert Schuman), n° 110, 2008.

⁸ Cf. Nicolas VÉRON, « Is Europe ready for a major banking crisis ? », *Policy paper* (BRUEGEL), 2007.

⁹ Cf. Jean PISANI-FERRY, « The accidental player, the EU and the global economy », *Working paper* (BRUEGEL) ; Zaki LAÏDI, *La Norme sans la force : l'énigme de la puissance européenne*, Presses de Sciences-Po, 2005.

La crise financière s'inscrit dans un faisceau de crises¹⁰ : krach boursier rampant, crise bancaire, bas du cycle économique, hausse du prix des matières premières et déséquilibre massif de la balance des paiements américaine. Cette convergence d'éléments critiques, qu'on appelle une « tempête parfaite » ou *perfect storm*, place les institutions de gouvernance économique dans une situation très difficile car les réponses à apporter à ces crises ne sont pas toujours compatibles et il leur faut donc faire des choix. Pendant l'été 2008, la hausse du cours du baril de pétrole faisait peser des menaces inflationnistes sur l'économie et les Banques centrales ont dû choisir entre une hausse des taux pour contenir l'inflation et une baisse pour éviter une récession : la BCE a préféré le premier, la Fed le deuxième.

Pour enrayer cette crise qui touche tous les pays, une réponse internationale est nécessaire et tel est le sens des réunions de crise organisées internationalement. Les institutions internationales sont *a priori* les mieux placées pour cela mais elles n'ont pourtant pas été très actives. Les crises des pays émergents dans les années 1990 ont incité les institutions internationales à concentrer leurs efforts sur le conseil aux économies les plus fragiles et c'est d'ailleurs à ce titre que le FMI est venu en aide en octobre 2008 aux petits pays en crise monétaire comme l'Islande. Cependant, les deux crises américaines des années 2000 relevaient d'une logique complètement différente de celles pour lesquelles les institutions internationales s'étaient préparées. Elles n'ont donc eu ni le temps ni les moyens financiers et techniques de réagir et se sont contentées de publier des rapports et d'émettre des avis.

La gestion de la crise a en fait été assurée dans une première partie par les institutions les plus à même de réagir rapidement, par leur pouvoir et leur légitimité : les Banques centrales¹¹. Les Etats ne sont intervenus que tard, quand la crise risquait de devenir systémique et que l'action des Banques centrales devenait moins opérante. Juste retour des choses puisque la crise actuelle peut être comprise comme la conséquence des politiques laxistes menées jusqu'alors par les autorités publiques : le maintien de taux d'intérêt bas par la Fed lui a fait perdre le contrôle de la création monétaire, encouragé en cela par la politique économique et budgétaire accommodante des autorités publiques. La crise financière de 2008 est fondamentalement une crise de « *deleveraging* »¹², c'est-à-dire de liquidation des dettes. La bulle immobilière¹³ à l'origine de la crise a consisté à tirer des crédits des marchés pour financer la bulle ; son éclatement entraîne un gigantesque bradage des dettes, qui se poursuit maintenant sur d'autres marchés du crédit, dont ceux à la consommation. La crise s'est propagée par vagues successives dans ce contexte.

L'effondrement du prix des actifs a impacté les premiers concernés : les banques, *via* leurs activités de marché et leurs fonds. Pour éviter que l'une d'entre elles ne se trouve à cours de liquidité, les Banques centrales ont coordonné leurs actions de façon inédite : baisse de taux et injection de liquidités simultanées. Cela, sans réel succès. Certaines banques d'affaires et des assureurs directement impliqués sur les marchés des *subprimes* sont devenus sous-capitalisés, voire insolubles. Ils ont été rachetés par d'autres banques, notamment commerciales, tant que celles-là eurent encore de l'argent, puis par les Etats. Cependant, tout cela n'a pas empêché la banque Lehman Brothers de faire faillite, provoquant un tsunami

¹⁰ Pour une chronologie de la première partie de la crise des *subprimes*, cf. BRUNNERMEIER, « Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch », *Journal of Economic Perspectives* (à venir).

¹¹ Cf. Christian NOYER, « Stabilité financière internationale et rôle des banques centrales dans la crise », Conférence de Montréal, 2008.

¹² « *Deleveraging* » désigne habituellement la liquidation des dettes par des banques ou des *hedge funds*.

¹³ Cf. Jean-François JAMET, « L'Union européenne face à la crise financière », *Policy paper* (Fondation Robert Schuman), n° 89, 2008.

sans précédent sur les marchés financiers. La panique a bloqué le marché interbancaire où les banques s'échangent des liquidités et menacé de gripper l'ensemble du système financier. Si la perte de confiance n'est pas la cause de la crise, elle l'a sérieusement aggravée. Les Etats sont alors intervenus massivement pour éviter cela, en engageant leur propre solvabilité et en devenant les acteurs principaux des marchés interbancaires dans le but de ramener la confiance. Ce faisant, certains Etats et collectivités locales se sont retrouvés en difficulté à cause de la récession économique et des égarements de leur système financier : l'Islande et l'Ukraine sont obligées de demander l'aide du FMI pour éviter une crise monétaire.

Dans ce contexte difficile, la coordination entre les acteurs financiers a été remarquable, même si elle a parfois dû surmonter certaines divergences. Tous ont compris l'intérêt d'agir ensemble plutôt que de chercher des solutions individuelles. La contrepartie de cette coordination est le temps qu'il faut y aboutir, dans un contexte où tout peut aller très vite. Le temps que les Etats européens s'accordent sur un plan commun, les bourses avaient chuté de plus de 20 %. La fluidité du réseau de gouvernance a permis aux acteurs publics de se concerter rapidement et efficacement pour se coordonner.

Cependant, le risque principal est que, au-delà de ces bonnes volontés, les pays cherchent avant tout à défendre leurs intérêts propres et que leurs stratégies divergent : derrière l'apparente uniformité du plan européen se cachent des stratégies nationales différentes, répondant aux situations nationales spécifiques¹⁴. Les divergences aujourd'hui sur le plan de relance de l'économie rendent compte des limites de la coopération. Celle-là a endigué mais non freiné une crise qui s'est déplacée des marchés vers les banques, puis les Banques centrales et enfin les Etats, augmentant à chaque étape les pertes. Son évolution a poussé la gouvernance économique à se reconfigurer.

La transformation de la gouvernance économique dans un contexte de crise

Si les Banques centrales, puis les Etats, ont été leaders dans la gestion de la crise, leur action n'aurait pu se passer de celles de tous les acteurs de la gouvernance économique : autorités publiques, régulateurs et acteurs financiers. La crise a montré les faiblesses du réseau de gouvernance.

La première faiblesse du réseau révélée par la crise est l'inefficacité de sa transmission d'informations. La formation de la bulle immobilière à l'origine de la crise des *subprimes* avait été détectée relativement tôt, mais les autorités publiques américaines n'ont rien fait pour l'éviter. Cette absence de réceptivité aux signaux d'alerte peut s'expliquer à la fois par une communication inefficace au sein du réseau de gouvernance et par la conviction largement partagée qu'il est difficile d'arrêter artificiellement une bulle spéculative, sauf à un prix social et économique important. Toutefois, la crise a renversé cette idée et la question de prévention des crises est d'actualité.

Une autre faiblesse du réseau est son inadaptation à l'internationalisation et l'intrication des marchés qui jouent un effet papillon : un coup d'aile sur un petit marché américain a provoqué un tsunami en Asie. C'est le risque des réseaux trop denses. Ainsi, la diffusion de la crise a été favorisée par les lacunes du processus de normalisation du système financier les agences de notations, les autorités régulatrices et les analystes financiers ont mal évalué les risques des *subprimes* à cause de leur complexité et de leur nouveauté et les marchés les ont

¹⁴ Cf. Nicolas VÉRON, « The challenges of implementing the Brown-Sarkozy Plan », *Policy paper* (BRUEGEL), 2008.

achetés à l'aveugle. La confiance, fondamentale dans un réseau aussi virtuel et complexe, a disparu et, avec elle, la liquidité. La crise financière est aussi une crise de confiance. Les doutes se sont ensuite étendus à d'autres types de crédits titrisés et vendus sur les marchés, alimentant ainsi le cercle vicieux de la crise. La gouvernance n'a pas réussi à réagir efficacement à ces défis dans son cadre traditionnel et elle a dû diversifier ses moyens d'action et les concentrer sur les Etats et Banques centrales¹⁵.

Les Banques centrales américaine, européennes et japonaise ont considérablement élargi la palette de leurs outils monétaires. Au début de la crise, elles ne pouvaient prêter de l'argent qu'aux banques commerciales pour des durées très courtes et en toute transparence ; au fur et à mesure de la crise, les banques d'affaires et les assureurs ont gagné la possibilité de faire appel à elles pour des durées pouvant aller jusqu'à plusieurs mois, en échange d'actifs de qualité médiocres et avec la possibilité de garder ces opérations anonymes. Les Banques centrales sont devenues les interlocuteurs privilégiés d'une majorité des acteurs financiers, abandonnant la place en retrait qu'elles occupaient jusque-là. Elles se sont appuyées pour cela sur l'expertise des régulateurs, devenant ainsi responsables de la régulation du système financier. Ces transformations ont permis aux banques centrales d'agir au plus près des marchés et d'éviter de brusques dérapages, mais ont échoué à ramener la confiance.

Un autre aspect de la gestion de la crise consiste dans les opérations de sauvetage de certains fleurons financiers. Ces opérations ont été organisées par les Banques centrales avec l'aide des autorités publiques et gouvernementales et celle des acteurs financiers, en particulier les grandes banques. Ces sauvetages *in extremis*, qui ont placé les Banques centrales dans la position de « prêteurs en dernier ressort », ont d'abord généré un risque de hasard moral, c'est-à-dire une incitation à l'irresponsabilité. Toutefois, la logique s'est inversée : puisque les autorités peuvent décider de sauver ou non les acteurs financiers en difficulté, elles doivent avoir un plus grand contrôle sur leurs activités. L'intervention des Etats et la nationalisation d'une partie du système bancaire a renforcé cette tendance : les autorités publiques sont contraintes aujourd'hui de participer aux marchés financiers de façon active.

Cependant, l'implication publique a des limites. D'un côté, le coût social de la crise incite naturellement à revoir profondément l'encadrement étatique du système financier. D'un autre côté, la finance moderne n'est que le reflet de l'évolution de l'économie et on ne peut changer l'un sans changer l'autre. Or, nul ne sait ce qui pourrait les remplacer, le principe de marché et l'idée d'autorégulation, aussi disqualifiés qu'ils peuvent être par la crise, restent à ce jour les seuls moyens connus de gérer rationnellement l'activité de milliards d'individus. La question de l'après-crise est donc très délicate car nous n'y sommes absolument pas préparés. Il est alors difficile de prévoir ce qui peut se passer, mais on peut noter quelques grandes tendances.

VERS UN NOUVEL ORDRE FINANCIER INTERNATIONAL ?

Au moment où nous écrivons cet article, la crise financière n'est pas finie : faillites de banques ou crise monétaire d'Etats se multiplient. Ces événements modifient en profondeur le système financier international et il est encore trop tôt pour savoir à quoi il ressemblera demain. Deux types de réponses sont cependant régulièrement évoqués. Des mesures de court-terme prenant état des dysfonctionnements révélés par la crise et proposant de mieux

¹⁵ Cf. ANGELONI, « Testing times for financial governance », *Policy paper* (BRUEGEL), 2008.

réguler les marchés ; ces mesures veulent éviter une crise « du même genre », mais pas une crise « d'un autre genre ». Les réponses de long-terme cherchent au contraire à voir ce que la crise des *subprimes* a de commun avec toutes les crises qui l'ont précédée et à modifier durablement le système financier pour le rendre plus stable¹⁶.

Le « package de régulations » et les plans de sauvetage pour regagner la confiance

Les premières réponses apportées, prises dans l'urgence de la crise, proposent à la fois de contenir la crise et d'éviter la formation d'une prochaine bulle. Leur principal objectif est de ramener la confiance, dont la perte, si elle n'est pas la cause de la crise, l'a envenimée. Les premières réponses ont été de recapitaliser les banques, de garantir le marché interbancaire et de racheter les dettes pourries pour éviter une crise systémique en Europe et aux Etats-Unis. Les secondes relèvent d'un classique « *package* de régulation », qui veut apporter plus de transparence, de concurrence et de régulation au système financier, dans la lignée de la modernisation de la finance vue en première partie. Cependant, ces deux champs d'action se heurtent à des réalités techniques et humaines.

Contrairement à ce qu'on croit, la banque est l'une des professions la plus réglementée qui soit ; seuls les *hedge funds* et certaines activités de marché le sont insuffisamment. Un excès de régulation peut d'ailleurs être néfaste : l'assureur AIG ne s'est pas effondré parce qu'il a perdu de l'argent, mais parce que sa notation a été abaissée par les agences de notation, obligeant les investisseurs à le vendre pour respecter leur règlement. Le problème n'est pas un manque de régulation mais d'efficacité. Il est plus urgent d'adapter la régulation à la finance moderne que de vouloir à tout prix l'alourdir.

Ainsi, la transparence sans une certaine simplification du fonctionnement des marchés ne permettrait en rien d'améliorer la situation. Elle favorise l'accumulation de données, sans être capable de les utiliser efficacement. Renforcer le rôle des agences de notation participe de la même illusion : elles ne font, après tout, que donner un avis et sont aussi faillibles que peuvent l'être les marchés.

De même, la concurrence censée assurer l'efficacité des marchés peut elle aussi provoquer des comportements moutonniers à l'origine de bulles. Il est alors important de mettre en contrepoids de la concurrence l'autorité d'une entité publique ayant une vision détachée et de long-terme.

Les mesures proposées dans le *package* de régulation sont ambiguës : d'un côté elles proposent de renforcer les mécanismes de contrôle, mais de l'autre elles accentuent certains défauts des marchés qui sont à l'origine ou ont amplifié la crise des *subprimes*. Leur véritable objectif est en fait différent : elles prouvent que les autorités publiques sont présentes et essaient ainsi de ramener la confiance.

Les plans de sauvetage participent de la même idée : le Plan Paulson cherche à redonner une valeur aux *subprimes* en les rachetant, tandis que le Plan Brown-Sarkozy garantit les échanges interbancaires pour y ramener la confiance. La recapitalisation de certaines banques cherche plutôt à éviter les paniques et les faillites. Ces plans s'inspirent à la fois des leçons tirées de la crise de 1929 et de l'exemple de la crise suédoise au début des années

¹⁶ Cf. Bank of International Settlements (BIS), *78th Annual Report 2007/08*.

1990¹⁷. Toutefois, ces deux crises ont eu lieu dans des contextes relativement différents et les plans actuels ne sont peut-être pas les plus adaptés. Ils ont tout de même réussi à éviter une crise systémique internationale, même si la confiance n'est pas encore revenue et le *deleveraging* encore en cours. Les réponses de long-terme sont alors d'une urgence inédite.

Les réponses de long-terme prises dans l'urgence de la crise

Il y a quelques mois, nous aurions pu écrire cet article et proposer des solutions de long-terme qui seraient sans doute restées hypothétiques. Cependant, les événements récents, que ce soient les faillites ou les nationalisations bancaires, leur ont donné une actualité brûlante : le système financier du XXI^e siècle se construit sous nos yeux.

Les Banques centrales ont joué un rôle-leader dans la gestion de la crise et leur rôle s'est élargi et transformé : elles sont devenues responsables de la stabilité financière. La BCE a, jusqu'à présent, joué un rôle discret mais primordial, en injectant des liquidités dans le système financier européen et en contrôlant l'inflation. Contrairement à ce qui s'est passé aux États-Unis, les problèmes rencontrés par les banques européennes sont résolus dans un cadre national et non européen. La BCE doit partager sa nouvelle responsabilité avec les Banques centrales, régulateurs et gouvernements nationaux. La création d'une autorité régulatrice centrale permettrait de rendre l'Union plus réactive et d'éviter que chaque pays ne fasse cavalier seul. La BCE, à laquelle la crise a confié de nouvelles responsabilités élargies, pourrait assumer ce rôle, ce qui serait la conclusion logique du vaste programme d'intégration réglementaire et financière entrepris il y a une décennie. Les objectifs de la politique monétaire doivent être repensés et l'architecture des autorités financières adaptées à la transnationalité des banques européennes et à la quasi-nationalisation d'une partie du système bancaire européen.

Il serait alors indispensable que la BCE ait un contrepoids politique, par exemple sous la forme d'un dialogue renforcé avec le Parlement européen, l'Eurozone devant alors accroître sa coopération avec les autres monnaies européennes. Cela permettrait en outre de mieux articuler les logiques nationales, très présentes en matière de régulation financière, avec les intérêts européens. En particulier, la BCE pourrait imposer aux banques de mener des politiques contra-cycliques pour constituer des coussins de liquidités en période de croissance afin de prévenir les effets des crises futures. Le statut de la BCE devrait être revu dans cette logique : les pouvoirs élargis qu'elle a acquis de fait au cours de la crise lui donnent aussi de plus grandes responsabilités et son dialogue avec le Parlement européen doit être renforcé.

Les réponses ne peuvent cependant pas rester au niveau régional¹⁸. L'idée qui vient naturellement à l'esprit est de créer une institution internationale pour préserver la stabilité financière internationale, dans la même logique qu'ont été créés le FMI et la Banque mondiale après la Seconde Guerre mondiale. Cette nostalgie pour la période de Bretton Woods n'est pourtant pas adaptée à la réalité de la finance contemporaine, qui est celle d'un gigantesque réseau d'acteurs. Pendant la crise, le FSF a joué un rôle essentiel en permettant aux différents acteurs de ce réseau de coordonner leurs actions. La gouvernance économique mondiale repose sur cet ensemble de forums, de groupes de travail et d'organisations qui

¹⁷ Le plan suédois fut lancé suite à la crise financière bancaire de 1991 : le système bancaire fut racheté par les pouvoirs publics avant d'être re-privatisé quelques années plus tard. Le coût total fut alors limité. Toutefois, dans ce cas précis, la crise n'a touché qu'un pays relativement petit au regard des économies concernées aujourd'hui.

¹⁸ Cf. BRUNNERMEIER, « Thoughts on a new financial architecture », *Working paper*, 2008.

permettent aux décideurs locaux de se réunir en fonction de l'agenda économique et d'agir rapidement et légitimement¹⁹. Il est alors plus important de disposer de tels lieux de coordination, de les rendre plus ouverts et transparents, de les regrouper afin d'éviter leur fragmentation, plutôt que de vouloir faire renaître de leurs cendres les anciennes institutions internationales.

L'Union européenne a un rôle essentiel à jouer dans ce processus : tout d'abord en tant qu'acteur économique majeur pour impulser et mener les réformes. L'UE est habituée à ce genre de gouvernance par l'exercice de sa *soft power* et pourrait ainsi mettre à profit son expérience. Elle doit cependant réussir à achever son unité réglementaire avant de se présenter comme exemple. Enfin, l'intégration européenne s'est bâtie sur cette même logique : la coordination de logiques nationales dans un cadre transnational.

On assiste en effet depuis plusieurs années à la montée en puissance de grandes régions économiques²⁰ : l'Union européenne, l'Amérique du Sud qui veut créer une Banque centrale, les Etats-Unis ou les Etats asiatiques, qui songent à se doter d'une monnaie commune. Contrairement aux pays occidentaux qui avaient signé les Accords de Bretton Woods, ces grandes régions ne partagent ni la même culture ni les mêmes intérêts de long-terme. Le déficit courant des Etats-Unis menace à long-terme la suprématie du dollar, alors que la Chine ne cesse d'en accumuler dans ses réserves de change. Un monde multimonnaire ne serait possible que si ces zones économiques restent relativement autonomes et qu'une organisation internationale en assure la stabilité. L'enjeu d'un nouveau Bretton Woods ne serait pas de revenir aux parités fixes ou de supprimer les produits dérivés, choses impossibles sans changer radicalement l'économie toute entière, mais plutôt de répondre aux déséquilibres monétaires entre les Etats-Unis et la Chine, de définir le statut de l'euro et d'intégrer les économies émergentes qui souffrent aujourd'hui de la crise et menacent directement la stabilité mondiale. Il est plus important de permettre aux différents intérêts de se rencontrer régulièrement dans des forums appropriés pour résoudre pacifiquement leurs conflits que de vouloir créer un ordre financier international que personne n'aura d'intérêt à respecter.

La crise a montré à ces grandes régions l'importance d'avoir un système financier solide ; les nationalisations récentes de certaines grandes banques européennes et américaines accentuent le mouvement et amènent à une reprise en main de la finance par les autorités publiques. Cette sécularisation de la finance ne signifierait en rien sa fin, la gestion des risques ou des actifs resteront d'actualité, mais suivront sans doute des logiques plus régionales et encadrées. Les activités de marché quant à elles risquent de subir un sérieux freinage. La finance redeviendra sans doute plus sage après des années de turbulence.

* *

*

¹⁹ Cf. Pierre JACQUET / Jean PISANI-FERRY / Laurence TUBIANA, « A la recherche de la gouvernance mondiale », *Working paper*, 2003 ; Christian CHAVAGNEUX, *Les Institutions internationales et la gouvernance économique mondiale*, La Découverte, Paris, 1997 ; Zaki LAÏDI, « Les enjeux de la gouvernance mondiale », *Annuaire français de relations internationales*, vol. III, 2002.

²⁰ Cf. Jacques FONTANEL, « L'essor des organisations économiques internationales : régionalisation vs globalisation », *Annuaire français de relations internationales*, vol. VIII, 2007.

La crise de 2008, si typique de la finance moderne, a placé la gouvernance économique face à des défis inédits et l'a obligée à se transformer pour y répondre. Les institutions internationales et les régulateurs se sont trouvés démunis face à l'ampleur d'une crise pourtant classique²¹ : seul le FMI est intervenu auprès d'États en crise monétaire. La gestion de la crise a été assurée par les Banques centrales, puis les États, qui ont vu leur champ d'action considérablement élargi. Le réseau de gouvernance a permis de coordonner des actions internationales, évitant jusqu'à présent de perdre le contrôle de la crise. Le système financier et monétaire s'en trouve lui aussi profondément modifié, sa prise en main par les autorités publiques augurant de nouvelles transformations. La crise a ainsi vu l'émergence d'un réseau de gouvernance diffus, à l'image du FSF, centré sur l'action des Banques centrales et des États. Le système financier du XXI^e siècle se construit ainsi dans le feu de la crise.

²¹ Cf. Kenneth ROGOFF / Carmen REINHART, « This time is different : a panoramic view of eight centuries of financial crisis », *Working paper*, 2008.